

2026年05月07日

证券研究报告·2025年报及2026年一季报点评

卫光生物(002880) 医药生物

当前价: 25.45元

目标价: ——元(6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 采浆稳增夯实基本盘, 前沿创新引领中长期成长

### 投资要点

- **事件:** 2025年公司实现营收12.67亿元(+5.28%), 归母净利润2.46亿元(-2.84%), 扣非净利润2.39亿元(-9.44%)。公司2026年Q1实现营业收入2.22亿元(-1.39%); 实现归母净利润0.31亿元(-29.21%); 扣非归母净利润0.31亿元(-28.10%)。业绩增速放缓主要系核心产品毛利承压, 以及应收账款增加导致信用减值损失大幅增加。
- **浆量增速超预期, 夯实原料基础。** 2025年公司采浆量达602吨, 同比+7.12%, 增速高于行业平均水平。公司通过强化9家浆站的标准化管理, 浆站运营效率较高, 单浆站平均采浆量居于行业前列。增量方面, 公司计划打造2个新的百吨级浆站, 同时积极寻求优质浆站的并购机会, 为公司逐步迈向“千吨企业”的目标提供坚实基础。
- **业务结构持续优化, 高毛利品种驱动增长。** 血制品方面, 人血白蛋白与静丙仍是核心支柱, 合计营收占比70%。受原材料成本结转及生产周期影响, 人白和静丙毛利率均有下降。公司积极开拓其他血液制品业务, 实现收入1.94亿元(+6.44%), 毛利率达56.76%, 高附加值产品持续改善公司销售结构。非血业务方面, 卫光生命科学园步入红利期, 租赁及相关服务毛利率大幅提升18.52pp。“血制品+生命科学园”的双轮驱动模式, 有效缓解了单一生物制品行业的周期性波动。
- **技术出海实现突破, 合成生物学开启“第二曲线”。** 国际化方面, 公司成功推进静丙在巴基斯坦的注册工作, 实现了国内血制品行业从产品出口到技术输出的跨越。新赛道方面, 公司重点布局合成生物学、CGT(细胞与基因治疗)等前沿领域。目前人纤维蛋白原、新型静丙等高毛利品种研发进展顺利, 预计2026-2028年将迎来产品集中获批期。
- **盈利预测:** 预计2026-2028年归母净利润分别为2.0亿元、2.2亿元、2.5亿元, 对应PE分别为28、26、23倍。
- **风险提示:** 采浆量增长不达预期风险, 产品研发及新线投产进度不及预期风险, 行业政策变动风险, 市场竞争加剧及区域推广受阻风险。

| 指标/年度         | 2025A   | 2026E   | 2027E   | 2028E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 1266.66 | 1318.11 | 1394.19 | 1499.49 |
| 增长率           | 5.28%   | 4.06%   | 5.77%   | 7.55%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 246.32  | 204.92  | 222.09  | 252.53  |
| 增长率           | -2.84%  | -16.81% | 8.38%   | 13.71%  |
| 每股收益EPS(元)    | 1.09    | 0.90    | 0.98    | 1.11    |
| 净资产收益率ROE     | 10.05%  | 8.06%   | 8.27%   | 8.85%   |
| PE            | 23      | 28      | 26      | 23      |
| PB            | 2.39    | 2.30    | 2.18    | 2.05    |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究院

分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

联系人: 张旭安

电话: 021-68416017

邮箱: zhangxuan@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股)     | 2.27        |
| 流通A股(亿股)    | 2.27        |
| 52周内股价区间(元) | 25.31-31.04 |
| 总市值(亿元)     | 57.72       |
| 总资产(亿元)     | 36.67       |
| 每股净资产(元)    | 10.77       |

### 相关研究

1. 卫光生物(002880): 业绩短期承压, 扩产与股权融资未来可期 (2025-11-06)

### 关键假设：

假设 1：2025 年实际采浆量为 602 吨，同比增长 7.12%。公司下属 9 个单采血浆站已全部投入运营，并且浆站运营管理效率较高，单浆站平均采浆量居于行业前列，假设公司 2026-2028 年采浆量增速分别为 7%、8%、8%；

假设 2：2025 年人血白蛋白实际收入 4.63 亿元，受行业整体需求、价格下降影响，收入增长承压，随着行业恢复以及公司规模增长有望迎来恢复。假设公司人血白蛋白 2025-2027 年收入增速分别为 1%、3%、5%；

假设 3：基于上述假设，假设公司静丙 2026-2028 年收入增速分别为 5%、6%、8%；

假设 4：基于上述假设，随着新血液制品上市与扩产，假设公司其他血液制品 2026-2028 年收入增速分别为 5%、8%、10%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入如下表：

**表 1：分业务收入预测**

| 单位：百万元             |     | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|--------------------|-----|-------|-------|-------|-------|
| 人血白蛋白              | 收入  | 463   | 468   | 482   | 506   |
|                    | 增速  | 1%    | 1%    | 3%    | 5%    |
|                    | 毛利率 | 33%   | 34%   | 35%   | 35%   |
| 静丙                 | 收入  | 452   | 473   | 501   | 541   |
|                    | 增速  | 5%    | 5%    | 6%    | 8%    |
|                    | 毛利率 | 35%   | 35%   | 35%   | 35%   |
| 其他血液制品<br>(其他主营业务) | 收入  | 194   | 203   | 220   | 241   |
|                    | 增速  | 6%    | 5%    | 8%    | 10%   |
|                    | 毛利率 | 57%   | 60%   | 60%   | 60%   |
| 其他收入<br>(出租+其他)    | 收入  | 158   | 174   | 191   | 211   |
|                    | 增速  | 20%   | 10%   | 10%   | 10%   |
|                    | 毛利率 | 51%   | 50%   | 50%   | 50%   |
| 合计                 | 收入  | 1,267 | 1,318 | 1,394 | 1,499 |
|                    | 增速  | 5%    | 4%    | 6%    | 8%    |
|                    | 毛利率 | 39%   | 40%   | 41%   | 41%   |

数据来源：Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     |                |                |                |                | 现金流量表 (百万元)      |                |                |                |                |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|               | 2025A          | 2026E          | 2027E          | 2028E          |                  | 2025A          | 2026E          | 2027E          | 2028E          |
| 营业收入          | 1266.66        | 1318.11        | 1394.19        | 1499.49        | 净利润              | 245.79         | 204.48         | 221.61         | 251.99         |
| 营业成本          | 768.05         | 785.62         | 823.78         | 883.96         | 折旧与摊销            | 158.28         | 72.66          | 72.66          | 72.66          |
| 营业税金及附加       | 10.90          | 10.81          | 11.57          | 12.47          | 财务费用             | 20.59          | 19.77          | 20.91          | 22.49          |
| 销售费用          | 36.11          | 26.36          | 27.88          | 29.99          | 资产减值损失           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 管理费用          | 95.01          | 187.17         | 195.19         | 194.93         | 经营营运资本变动         | -177.55        | 0.56           | -35.76         | -81.28         |
| 财务费用          | 20.59          | 19.77          | 20.91          | 22.49          | 其他               | 16.07          | -0.28          | 2.39           | -0.74          |
| 资产减值损失        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>经营活动现金流净额</b> | <b>263.18</b>  | <b>297.19</b>  | <b>281.81</b>  | <b>265.11</b>  |
| 投资收益          | 3.77           | 5.00           | 5.00           | 5.00           | 资本支出             | 49.41          | -200.00        | -150.00        | -100.00        |
| 公允价值变动损益      | 1.87           | -3.38          | -3.41          | -2.52          | 其他               | -304.33        | 1.62           | 1.59           | 2.48           |
| 其他经营损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>投资活动现金流净额</b> | <b>-254.92</b> | <b>-198.38</b> | <b>-148.41</b> | <b>-97.52</b>  |
| <b>营业利润</b>   | <b>284.01</b>  | <b>238.14</b>  | <b>256.81</b>  | <b>292.52</b>  | 短期借款             | 182.94         | -157.00        | -26.00         | -50.00         |
| 其他非经营损益       | -0.99          | -0.97          | -0.70          | -0.78          | 长期借款             | -60.88         | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>283.02</b>  | <b>237.18</b>  | <b>256.11</b>  | <b>291.75</b>  | 股权融资             | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 37.23          | 32.70          | 34.50          | 39.76          | 支付股利             | -45.36         | -49.26         | -40.98         | -44.42         |
| 净利润           | 245.79         | 204.48         | 221.61         | 251.99         | 其他               | 9.29           | -130.55        | -58.81         | -62.65         |
| 少数股东损益        | -0.53          | -0.44          | -0.48          | -0.54          | <b>筹资活动现金流净额</b> | <b>85.99</b>   | <b>-336.82</b> | <b>-125.80</b> | <b>-157.07</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 246.32         | 204.92         | 222.09         | 252.53         | <b>现金流量净额</b>    | <b>94.25</b>   | <b>-238.00</b> | <b>7.61</b>    | <b>10.53</b>   |
|               |                |                |                |                |                  |                |                |                |                |
| 资产负债表 (百万元)   |                |                |                |                | 财务分析指标           |                |                |                |                |
|               | 2025A          | 2026E          | 2027E          | 2028E          |                  | 2025A          | 2026E          | 2027E          | 2028E          |
| 货币资金          | 369.81         | 131.81         | 139.42         | 149.95         | <b>成长能力</b>      |                |                |                |                |
| 应收和预付款项       | 381.43         | 394.85         | 418.71         | 450.12         | 销售收入增长率          | 5.28%          | 4.06%          | 5.77%          | 7.55%          |
| 存货            | 882.73         | 911.84         | 941.53         | 1015.26        | 营业利润增长率          | -4.25%         | -16.15%        | 7.84%          | 13.91%         |
| 其他流动资产        | 52.45          | 3.11           | 3.29           | 3.54           | 净利润增长率           | -3.22%         | -16.81%        | 8.38%          | 13.71%         |
| 长期股权投资        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EBITDA 增长率       | 6.09%          | -28.58%        | 5.99%          | 10.64%         |
| 投资性房地产        | 856.77         | 856.77         | 856.77         | 856.77         | <b>获利能力</b>      |                |                |                |                |
| 固定资产和在建工程     | 605.58         | 751.85         | 848.13         | 894.40         | 毛利率              | 39.36%         | 40.40%         | 40.91%         | 41.05%         |
| 无形资产和开发支出     | 210.84         | 193.09         | 175.33         | 157.58         | 三费率              | 11.98%         | 17.70%         | 17.50%         | 16.50%         |
| 其他非流动资产       | 380.45         | 379.27         | 378.08         | 376.90         | 净利率              | 19.40%         | 15.51%         | 15.90%         | 16.80%         |
| <b>资产总计</b>   | <b>3740.06</b> | <b>3622.59</b> | <b>3761.26</b> | <b>3904.52</b> | ROE              | 10.05%         | 8.06%          | 8.27%          | 8.85%          |
| 短期借款          | 283.00         | 126.00         | 100.00         | 50.00          | ROA              | 6.57%          | 5.64%          | 5.89%          | 6.45%          |
| 应付和预收款项       | 244.36         | 258.67         | 274.90         | 291.74         | ROIC             | 15.13%         | 11.91%         | 12.07%         | 12.90%         |
| 长期借款          | 493.22         | 493.22         | 493.22         | 493.22         | EBITDA/销售收入      | 36.54%         | 25.08%         | 25.13%         | 25.85%         |
| 其他负债          | 274.33         | 207.40         | 213.11         | 222.12         | <b>营运能力</b>      |                |                |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>1294.92</b> | <b>1085.29</b> | <b>1081.23</b> | <b>1057.08</b> | 总资产周转率           | 0.36           | 0.36           | 0.38           | 0.39           |
| 股本            | 226.80         | 226.80         | 226.80         | 226.80         | 固定资产周转率          | 2.08           | 2.36           | 2.77           | 3.33           |
| 资本公积          | 563.49         | 563.49         | 563.49         | 563.49         | 应收账款周转率          | 5.31           | 3.84           | 3.87           | 3.90           |
| 留存收益          | 1622.09        | 1777.75        | 1958.85        | 2166.97        | 存货周转率            | 0.92           | 0.88           | 0.89           | 0.90           |
| 归属母公司股东权益     | 2412.39        | 2504.99        | 2648.19        | 2816.15        | 销售商品提供劳务收到现金营业收入 | 96.45%         | —              | —              | —              |
| 少数股东权益        | 32.76          | 32.31          | 31.84          | 31.29          | <b>资本结构</b>      |                |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>2445.14</b> | <b>2537.30</b> | <b>2680.03</b> | <b>2847.44</b> | 资产负债率            | 34.62%         | 29.96%         | 28.75%         | 27.07%         |
| 负债和股东权益合计     | 3740.06        | 3622.59        | 3761.26        | 3904.52        | 带息债务/总负债         | 59.94%         | 57.06%         | 54.87%         | 51.39%         |
|               |                |                |                |                | 流动比率             | 2.37           | 2.87           | 3.02           | 3.41           |
|               |                |                |                |                | 速动比率             | 1.13           | 1.05           | 1.13           | 1.27           |
|               |                |                |                |                | 股利支付率            | 18.42%         | 24.04%         | 18.45%         | 17.59%         |
| 业绩和估值指标       |                |                |                |                | 每股指标             |                |                |                |                |
|               | 2025A          | 2026E          | 2027E          | 2028E          |                  | 2025A          | 2026E          | 2027E          | 2028E          |
| EBITDA        | 462.88         | 330.57         | 350.38         | 387.68         | 每股收益             | 1.09           | 0.90           | 0.98           | 1.11           |
| PE            | 23.43          | 28.17          | 25.99          | 22.86          | 每股净资产            | 10.64          | 11.04          | 11.68          | 12.42          |
| PB            | 2.39           | 2.30           | 2.18           | 2.05           | 每股经营现金           | 1.16           | 1.31           | 1.24           | 1.17           |
| PS            | 4.56           | 4.38           | 4.14           | 3.85           | 每股股利             | 0.20           | 0.22           | 0.18           | 0.20           |
| EV/EBITDA     | 7.10           | 10.04          | 9.38           | 8.32           |                  |                |                |                |                |
| 股息率           | 0.79%          | 0.85%          | 0.71%          | 0.77%          |                  |                |                |                |                |

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

|      |  |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上          |
|      | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间   |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间  |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
|      | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下         |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上        |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间  |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下       |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

| 区域  | 姓名  | 职务          | 手机              | 邮箱                   |
|-----|-----|-------------|-----------------|----------------------|
| 上海  | 崔露文 | 销售岗         | 15642960315     | clw@swsc.com.cn      |
|     | 李煜  | 销售岗         | 18801732511     | yfliyu@swsc.com.cn   |
|     | 汪艺  | 销售岗         | 13127920536     | wyfy@swsc.com.cn     |
|     | 戴剑箫 | 销售岗         | 13524484975     | daijx@swsc.com.cn    |
|     | 张方毅 | 销售岗         | 15821376156     | zfy@swsc.com.cn      |
|     | 李嘉隆 | 销售岗         | 15800507223     | ljlong@swsc.com.cn   |
|     | 叶佳缘 | 销售岗         | 15800609605     | yejy@swsc.com.cn     |
|     | 欧若诗 | 销售岗         | 18223769969     | ors@swsc.com.cn      |
|     | 贾文婷 | 销售岗         | 13621609568     | jiawent@swsc.com.cn  |
|     | 张嘉诚 | 销售岗         | 18656199319     | zhangjc@swsc.com.cn  |
| 毛玮琳 | 销售岗 | 18721786793 | mwl@swsc.com.cn |                      |
| 北京  | 李杨  | 北京销售主管兼销售岗  | 18601139362     | yfly@swsc.com.cn     |
|     | 张岚  | 销售岗         | 18601241803     | zhanglan@swsc.com.cn |
|     | 姚航  | 销售岗         | 15652026677     | yhang@swsc.com.cn    |
|     | 杨薇  | 销售岗         | 15652285702     | yangwei@swsc.com.cn  |
|     | 王宇飞 | 销售岗         | 18500981866     | wangyuf@swsc.com.cn  |
|     | 王一菲 | 销售岗         | 18040060359     | wyf@swsc.com.cn      |

---

|    |     |            |             |                      |
|----|-----|------------|-------------|----------------------|
|    | 马冰竹 | 销售岗        | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn      |
|    | 刘艳  | 销售岗        | 18456565475 | liuyanyj@swsc.com.cn |
|    | 高欣  | 广深销售主管兼销售岗 | 13923418464 | gaoxin@swsc.com.cn   |
|    | 龚之涵 | 销售岗        | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn   |
| 广深 | 文柳茜 | 销售岗        | 13750028702 | wlq@swsc.com.cn      |
|    | 林哲睿 | 销售岗        | 15602268757 | lzh@swsc.com.cn      |
|    | 黄诗洁 | 销售岗        | 18817316880 | hsj@swsc.com.cn      |

---